Flash note
27. juni 2013

Electrolux

Køb

(Unchanged)

Household Goods, Sweden

Europa kan løfte aktien i 2. halvår

Estimatjusteringerne i 2. kvartal, især for Europa, giver mulighed for en positiv overraskelse i indtjeningen i årets anden halvdel. Tegn på stabilisering samt betydelige besparelser er de primære årsager til, at vi venter en markant bedring i 2. halvår set på kvartalsbasis. Vi fastholder Købs-anbefalingen.

- **Europa kan potentielt løfte kursen i 2. halvår.** Der har formentlig fortsat været en svag udvikling i 2. kvartal (prispres og et negativt landemiks). 2. halvår vil være positivt påvirket af besparelser (ca. SEK 400 mio., dvs. at der vil være et tab før omkostningsreduktionerne) og fremgang for Olympic (å/å). Udviklingen i Europa er blevet mindre negativ i løbet af 2. kvt., og en eventuel bedring ventes at have en kraftig positiv effekt på aktien. Europæisk EBIT for 2013E er SEK 337 mio. sammenholdt med et 8-års gennemsnit på SEK 1,7 mia. (SEK 2 mia. ekskl. tabet i 2008).
- **Nordamerika og andre regioner klarer sig fortsat godt.** Prissætningen er fortsat stabil i USA og understøttes både af miks og volumen, og vi venter en fortsat kraftig bedring i EBIT på årsbasis i 2. kvartal og 2. halvår. Udviklingen i APAC-regionen er fortsat i samme spor som i 1. kvt., og volumen er øget i Latinamerika. 'Professionel' er stadig negativt påvirket af den europæiske eksponering og har fokus på at holde marginerne via prisen. 'Små el-apparater' ventes i 2. halvår at nyde godt af de seneste produktlanceringer.
- **Værdiansættelse og estimatjusteringer.** Vi har ikke ændret vores estimater for 2. kvartal, men har nedjusteret estimaterne for 2. halvår som følge af fortsat prispres i Europa (lavere basis i 3. kvartal). Vi finder aktien attraktiv med en EV/omsætning for 2013/14E på .53x.

Key financials

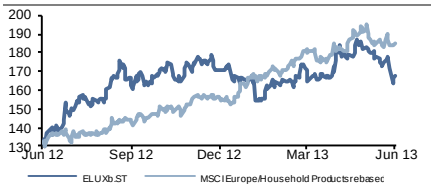
Year-end Dec (SEK)	2011	2012	2013E	2014E	2015E
Revenues (m)	101,600	109,994	111,908	117,248	120,028
Revenues growth	-4.4%	8.3%	1.7%	4.8%	2.4%
EBITDA (m)	6,190	7,401	8,195	9,729	10,579
EBIT, adj. (m)	3,130	5,182	5,293	6,961	7,329
EBIT growth	-58.6%	65.6%	2.1%	31.5%	5.3%
Pre-tax profit (m)	2,780	3,478	4,219	5,418	6,240
EPS (adj.)	7.51	11.8	12.1	16.6	17.7
Dividend yield	5.9%	3.8%	4.0%	4.5%	4.8%
FCF yield	3.6%	5.1%	5.5%	7.1%	6.9%
EBIT margin (adj.)	3.1%	4.7%	4.7%	5.9%	6.1%
Net debt/EBITDA (x)	1.6	1.4	1.2	0.9	0.7
ROIC	9.0%	14.5%	15.1%	19.1%	19.3%
EV/sales (x)	0.4	0.5	0.5	0.5	0.5
EV/EBITDA (x)	6.5	7.0	6.7	5.3	4.9
EV/EBIT (adj.) (x)	13.2	11.4	10.9	8.1	7.6
P/E (adj.) (x)	14.6	14.5	13.9	10.1	9.5
P/BV (x)	1.8	3.1	2.8	2.5	2.2

Source: Company data, Danske Bank Markets estimates

Key data

Target price, 12 mth† (SEK)	195
Market cap (SEKm)	48,063
Market cap (EURm)	5,499
Reuters	ELUXb.ST
Bloomberg	ELUXB SS
No. of shares (m)	286.6
Net debt (current Y/E) (m)	9,505
Free float	78.0%
Avg. daily vol, 12M (000)	1,699.2

Price performance



	1M	3M	12M	5Y
Absolute	-8%	-2%	27%	119%
Rel. local market	-2%	2%	8%	73%
Rel. EU Sector	-5%	-4%	-9%	14%

Source: FactSet

Estimate changes	13E	14E	15E
Sales	-0.4%	0.4%	0.5%
EBITDA	-4.3%	-0.7%	-0.6%
EBIT (adj.)	-6.3%	-0.9%	-0.8%
EPS (adj.)	-7.1%	-1.0%	-0.9%

Source: Danske Bank Markets estimates

Next event

Q2	19 Jul

† Includes dividends

Analyst(s)

Björn Enarson
+46 8 568 80605
bjena@danskebank.com

Oscar Stjerngren
+46 8 568 806 06
osst@danskebank.com

Carl Gustafsson
+46 8 568 805 23
cagu@danskebank.com

SWOT-analyse

Styrker	Svagheder
• Den mest globalt orienterede virksomhed inden for husholdningsapparater • Globalt brand (Electrolux) kombineret med stærke regionale brands (AEG, Frigidaire, Zanussi etc.)	• Sårbar over for priskonkurrence • Begrænset eksponering til emerging markets uden for Brasilien
Muligheder	**Trusler**
• Udnytte den løbende etablering af globale forretninger (F&U, produktion, marketing) • Udnytte selskabets stærke position i USA og det stærke udbud (AEG) af højkvalitetsprodukter i Europa	• Konkurrence fra emerging markets • Råvarer

Kurstriggere på kort sigt:

Efterspørgsel i Europa – meget lave forventninger

Kurstriggere på langt sigt:

Fordel af globale forretninger (bedre 'time to market', lavere omkostninger til F&U, lavere produktionsomkostninger)

Fordel af de seneste opkøb (Chile, Egypten) via en bedre vækstprofil og et forbedret marginmiks

Opsummering

INCOME STATEMENT

Year end Dec, SEKm	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
Net sales	103,848	104,732	104,792	109,132	106,326	101,600	109,994	111,908	117,248	120,028
Cost of sales & operating costs	-96,668	-98,135	-100,421	-101,929	-96,504	-95,410	-102,593	-103,713	-107,519	-109,449
EBITDA	**7,028**	**6,589**	**4,198**	**7,203**	**9,822**	**6,190**	**7,401**	**8,195**	**9,729**	**10,579**
Depreciation	-2,630	-1,698	-2,559	-3,140	-3,006	-2,823	-2,879	-2,824	-3,238	-3,307
EBITA	**4,398**	**4,891**	**1,640**	**4,063**	**6,816**	**3,367**	**4,522**	**5,371**	**6,491**	**7,272**
Amortisation	-365	-416	-452	-302	-322	-350	-372	-502	-530	-560
Impairment charges	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
EBIT	**4,033**	**4,475**	**1,188**	**3,761**	**6,494**	**3,017**	**4,150**	**4,869**	**5,961**	**6,712**
- of which non-recurring items	-542	-362	-355	-1,561	-1,064	-113	-1,032	-424	-1,000	-617
EBIT before non-recurring items	**4,575**	**4,837**	**1,543**	**5,322**	**7,558**	**3,130**	**5,182**	**5,293**	**6,961**	**7,329**
Financial items, net	-208	-440	-535	-277	-124	-237	-672	-650	-543	-472
Associated companies	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Pre-tax profit	**3,825**	**4,035**	**653**	**3,484**	**6,370**	**2,780**	**3,478**	**4,219**	**5,418**	**6,240**
Taxes	-1,177	-1,110	-287	-877	-1,309	-716	-879	-1,066	-1,398	-1,612
Minorities	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Discontinued operations	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Net profit	**2,648**	**2,925**	**366**	**2,607**	**5,061**	**2,064**	**2,599**	**3,153**	**4,020**	**4,628**
Net profit (adj.)	**3,190**	**3,287**	**721**	**4,168**	**6,125**	**2,148**	**3,373**	**3,470**	**4,762**	**5,086**

CASH FLOW

SEKm	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
EBITDA	7,028	6,589	4,198	7,203	9,822	6,190	7,401	8,195	9,729	10,579
Change in working capital	-703	-152	1,503	4,021	999	500	2,032	835	469	-222
Net interest paid	-208	-440	-535	-277	-124	-237	-672	-650	-543	-472
Taxes paid	-743	-815	-918	-929	-1,316	-1,625	-1,564	-853	-1,398	-1,612
Other operating cash items	-814	164	899	-71	-1,701	571	-42	141	333	206
Cash flow from operations	**4,560**	**5,346**	**5,147**	**9,947**	**7,680**	**5,399**	**7,155**	**7,668**	**8,590**	**8,479**
Capex	-3,450	-4,069	-3,702	-2,772	-3,638	-4,281	-4,674	-5,036	-5,159	-5,143
Disposals/(acquisitions)	0	0	-34	0	0	-6,142	-164	0	0	0
Free cash flow	**1,110**	**1,277**	**1,411**	**7,175**	**4,042**	**-5,024**	**2,317**	**2,633**	**3,431**	**3,336**
Incr./(decr.) in equity	-13,120	1,047	1,184	-151	-2,151	-3,278	-2,593	0	0	0
Incr./(decr.) in debt	-1,249	3,504	9,407	-4,222	-1,735	3,763	-236	-2,392	-1,501	-2,001
Dividend paid	-2,222	-1,126	-1,204	0	-1,138	-1,862	-1,858	-1,864	-1,935	-2,150
Minorities and other financing CF	0	0	-1	0	0	109	-68	5	7	8
Cash flow from financing	**-16,591**	**3,425**	**9,386**	**-4,373**	**-5,024**	**-1,268**	**-4,755**	**-4,251**	**-3,429**	**-4,143**
Disc. ops and other	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Incr./(decr.) in cash	-18,620	3,608	6,080	3,416	-738	-8,515	-3,187	-1,619	2	-808

BALANCE SHEET

SEKm	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
Cash and cash equivalents	5,475	5,546	7,305	12,567	10,389	7,926	7,428	5,668	5,337	4,323
Other current assets	38,155	36,345	39,106	33,547	36,153	35,511	35,467	34,991	35,521	36,263
Fixed tangible assets	14,209	15,205	17,035	15,315	14,630	15,613	16,693	17,786	18,534	19,188
Intangible assets (incl. goodwill)	3,761	4,145	4,918	5,273	5,571	11,154	10,620	11,237	11,880	12,502
Other non-current assets	4,449	4,848	4,959	5,994	6,778	5,205	4,986	4,986	4,986	4,986
Total assets	**66,049**	**66,089**	**73,323**	**72,696**	**73,521**	**75,409**	**75,194**	**74,667**	**76,258**	**77,263**
Creditors	15,320	14,788	15,681	16,031	17,283	18,490	20,590	20,948	21,948	22,468
Short-term debt	2,582	5,701	3,168	3,364	3,139	4,170	2,795	3,000	2,500	2,500
Other current liabilities	15,119	10,329	11,428	11,586	11,390	13,379	14,358	14,358	14,358	14,358
Long-term debt	4,502	4,887	16,827	12,409	10,899	13,631	14,770	12,173	11,172	9,171
Other long-term liabilities	15,332	14,344	9,834	10,465	10,197	8,093	6,955	7,168	7,168	7,168
Total liabilities	**52,855**	**50,049**	**56,938**	**53,855**	**52,908**	**57,763**	**59,468**	**57,647**	**57,146**	**55,665**
Shareholders' equity (incl. min.)	13,194	16,040	16,385	18,841	20,613	17,646	15,726	17,020	19,112	21,598
Total liabilities and equity	**66,049**	**66,089**	**73,323**	**72,696**	**73,521**	**75,409**	**75,194**	**74,667**	**76,258**	**77,263**
Net debt	1,609	5,042	12,690	3,206	3,649	9,875	10,137	9,505	8,335	7,347
Working capital	7,716	11,228	11,997	5,930	7,480	3,642	519	-316	-785	-563

Source: Company data, Danske Bank Markets estimates

Opsummering

PER SHARE DATA	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
No. of shares, fully diluted (y.e.) (m)	284.8	284.8	284.8	284.8	284.8	285.8	286.8	286.6	286.6	286.6
No. of shares, fully diluted (avg.) (m)	284.8	284.8	284.8	284.8	284.8	285.8	286.8	286.6	286.6	286.6
EPS (reported) (SEK)	9.30	10.3	1.29	9.15	17.8	7.22	9.06	11.0	14.0	16.1
EPS (adj.) (SEK)	11.2	11.5	2.53	14.6	21.5	7.51	11.8	12.1	16.6	17.7
DPS (SEK)	3.95	4.23	0.00	3.99	6.54	6.50	6.50	6.75	7.50	8.06
CFFO/share (SEK)	-6.8	1.6	-10.3	28.0	15.4	-24.7	7.2	10.9	13.4	12.9
Book value/share (SEK)	46.3	56.3	57.5	66.2	72.4	61.4	54.7	59.2	66.5	75.1

MARGINS AND GROWTH	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
EBITDA margin	6.8%	6.3%	4.0%	6.6%	9.2%	6.1%	6.7%	7.3%	8.3%	8.8%
EBITA margin	4.2%	4.7%	1.6%	3.7%	6.4%	3.3%	4.1%	4.8%	5.5%	6.1%
EBIT margin	3.9%	4.3%	1.1%	3.4%	6.1%	3.0%	3.8%	4.4%	5.1%	5.6%
EBIT margin (adj)	4.4%	4.6%	1.5%	4.9%	7.1%	3.1%	4.7%	4.7%	5.9%	6.1%
Sales growth	-19.8%	0.9%	0.1%	4.1%	-2.6%	-4.4%	8.3%	1.7%	4.8%	2.4%
EBITDA growth	8.3%	-6.2%	-36.3%	71.6%	36.4%	-37.0%	19.6%	10.7%	18.7%	8.7%
EBITA growth	11.6%	11.2%	-66.5%	n.m.	67.8%	-50.6%	34.3%	18.8%	20.9%	12.0%
EPS (adj.) growth	-33.3%	3.0%	-78.1%	n.m.	47.0%	-65.1%	56.5%	3.0%	37.2%	6.8%

PROFITABILITY	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
ROIC (after tax, incl. GW, adj.)	14.2%	19.6%	3.5%	15.6%	25.9%	9.0%	14.5%	15.1%	19.1%	19.3%
ROIC (after tax, excl. GW, adj.)	16.4%	22.0%	3.8%	17.0%	28.8%	10.7%	18.5%	19.2%	24.1%	24.0%
ROE (adj.)	16.3%	22.5%	4.4%	23.7%	31.0%	11.3%	20.3%	21.3%	26.4%	25.1%
ROIC (adj.) - WACC	6.2%	11.5%	-4.6%	7.5%	17.9%	0.9%	6.5%	7.1%	11.1%	11.2%

MARKET VALUE	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
Share price (SEK)	117	109	66.8	168	191	110	171	168	168	168
Outstanding number of shares (m)	284.8	284.8	284.8	284.8	284.8	285.8	286.8	286.6	286.6	286.6
Market capitalisation (m)	**33,301**	**30,901**	**19,010**	**47,704**	**54,397**	**31,356**	**48,899**	**48,063**	**48,063**	**48,063**
Net debt, year-end (m)	1,609	5,042	12,690	3,206	3,649	9,875	10,137	9,505	8,335	7,347
MV of min. and ass. comp. (m)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Enterprise value (m)	**34,910**	**35,943**	**31,700**	**50,910**	**58,046**	**41,231**	**59,036**	**57,568**	**56,398**	**55,410**

VALUATION	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
EV/sales (x)	0.3	0.3	0.3	0.5	0.5	0.4	0.5	0.5	0.5	0.5
EV/EBITDA (x)	4.6	5.2	7.0	5.8	5.3	6.5	7.0	6.7	5.3	4.9
EV/EBITA (x)	7.1	6.8	15.9	9.1	7.4	11.8	10.6	9.9	7.5	7.0
EV/EBIT (x)	7.6	7.4	20.5	9.6	7.7	13.2	11.4	10.9	8.1	7.6
P/E (reported) (x)	12.6	10.6	51.9	18.3	10.7	15.2	18.8	15.2	12.0	10.4
P/E (adj.) (x)	10.4	9.4	26.4	11.4	8.9	14.6	14.5	13.9	10.1	9.5
P/BV (x)	2.52	1.93	1.16	2.53	2.64	1.79	3.12	2.83	2.52	2.23
EV/invested capital (x)	1.9	1.5	0.9	1.6	1.8	1.4	2.1	2.2	2.1	2.0
Dividend yield	3.38%	3.90%	0.00%	2.38%	3.42%	5.93%	3.81%	4.03%	4.47%	4.81%
Total yield (incl. buybacks)										
Free cash flow yield	3.33%	4.13%	7.60%	15.04%	7.43%	3.57%	5.07%	5.48%	7.14%	6.94%

FINANCIAL RATIOS	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
Net debt/EBITDA (x)	0.2	0.8	3.0	0.4	0.4	1.6	1.4	1.2	0.9	0.7
Net debt/equity (x), year-end	0.1	0.3	0.8	0.2	0.2	0.6	0.6	0.6	0.4	0.3
Dividend payout ratio	42.5%	41.2%	0.0%	43.6%	36.8%	90.0%	71.7%	61.4%	53.5%	49.9%
Interest coverage (x)	19.4	10.2	2.2	13.6	52.4	12.7	6.2	7.5	11.0	14.2
Cash conversion (FCF/net profit)	41.9%	43.7%	385.5%	275.2%	79.9%	-243.4%	89.1%	83.5%	85.3%	72.1%
Capex/sales	3.3%	3.9%	3.5%	2.5%	3.4%	4.2%	4.2%	4.5%	4.4%	4.3%
NWC/sales	7.4%	10.7%	11.4%	5.4%	7.0%	3.6%	0.5%	-0.3%	-0.7%	-0.5%

QUARTERLY P&L	Q1 12	Q2 12	Q3 12	Q4 12	Q1 13E	Q2 13E	Q3 13E	Q4 13E
Sales (m)	25,876	27,820	27,168	29,204	25,330	27,298	28,796	30,526
EBITDA (m)	1,763	1,976	2,270	1,392	1,460	1,851	2,387	2,497
EBIT before non-recurring items (m)	943	1,150	1,461	1,628	720	1,040	1,530	2,003
Net profit (adj.) (m)	559	763	985	1,066	422	665	1,009	1,374
EPS (adj.) (SEK)	1.95	2.66	3.43	3.72	1.47	2.32	3.52	4.79
EBITDA margin	6.8%	7.1%	8.4%	4.8%	5.8%	6.8%	8.3%	8.2%
EBIT margin (adj.)	3.6%	4.1%	5.4%	5.6%	2.8%	3.8%	5.3%	6.6%

Source: Company data, Danske Bank Markets estimates

Disclosure

Denne analyse er udarbejdet af Danske Markets Equities, som er en division af Danske Bank. Danske Bank er under tilsyn af Finanstilsynet.

Danske Banks analyser udarbejdes i overensstemmelse med Finansanalytikerforeningens etiske regler og den danske Børsmæglerforenings anbefalinger.

Danske Bank har udarbejdet procedurer, der skal forhindre interessekonflikter og sikre, at de udarbejdede analyser har en høj standard og er baseret på objektiv og uafhængig analyse. Disse procedurer fremgår af Danske Banks Research Policy. Alle ansatte i Danske Banks analyseafdelinger er bekendt med, at enhver henvendelse, der kan kompromittere analysens objektivitet og uafhængighed, skal overgives til analyseledelsen og til Bankens Compliance-afdeling. Danske Banks analyseafdelinger er organiseret uafhængigt af og rapporterer ikke til Danske Banks øvrige forretningsområder. Analytikernes aflønning er til en vis grad afhængig af det samlede regnskabsresultat i Danske Bank, der omfatter indtægter fra investment bank-aktiviteter, men analytikerne modtager ikke bonusbetalinger eller andet vederlag med direkte tilknytning til specifikke corporate finance- eller kredittransaktioner.

Danske Banks aktie- og kreditanalytikere og deres nærtstående medarbejdere må ikke investere i de værdipapirer, som de selv dækker.

Danske Bank er market maker og kan i sin egenskab heraf have positioner i de finansielle instrumenter, der er nævnt i denne analyse.

For yderligere information se venligst *www.danskeequities.com*.

Disclaimer

Denne publikation er udarbejdet af Danske Markets alene til orientering. Publikationen er udarbejdet uafhængigt, udelukkende på baggrund af offentlig tilgængelig information og afspejler ikke nødvendigvis vurderinger fra Danske Banks kreditafdeling. Publikationen er ikke et tilbud om eller en opfordring til at købe eller sælge værdipapirer, valuta eller finansielle instrumenter. Efter bankens opfattelse er publikationen korrekt og retvisende. Banken påtager sig imidlertid ikke noget ansvar for publikationens nøjagtighed og fuldkommenhed, ligesom Banken heller ikke påtager sig noget ansvar for eventuelle tab, der følger af dispositioner foretaget på baggrund af publikationen. Danske Bank og dens datterselskaber samt medarbejdere i banken kan udføre forretninger, have, etablere, ændre eller afslutte positioner i værdipapirer, valuta eller finansielle instrumenter eller på anden måde have interesse i investeringerne (herunder derivater) eller i et udstedende selskab nævnt i publikationen. Danske Banks aktie- og kreditanalytikere må ikke investere i værdipapirer, som dækkes af den pågældende eller af den analysesektion, som den pågældende er tilknyttet. Denne præsentation er ikke beregnet til brug for detailkunder i Storbritannien eller til personer i USA. Danske Markets er en division af Danske Bank A/S. Danske Bank A/S er underlagt Finanstilsynet i Danmark og er endvidere underlagt regler fra relevante myndigheder i alle andre retskredse, hvor Danske Bank A/S udøver forretning. Herudover er Danske Bank A/S underlagt begrænset tilsyn af det engelske finanstilsyn, Financial Services Authority (FSA). Enkeltheder vedrørende omfanget af dette tilsyn kan fås ved henvendelse til banken. Copyright © Danske Bank A/S. Danske Bank A/S har ophavsretten til publikationen, som er til kundens personlige brug og må ikke offentliggøres uden forudgående tilladelse.